

中國迎接貿易戰 貨幣政策或微調



▲2017年美國商品出口對GDP增長的貢獻率在15%左右，若美國對中國商品出口增速下降10個百分點，將直接影響美國GDP增速約0.07個百分點

江南
眺望

美國政府上周五發布了加徵關稅的商品清單，將對從中國進口的約500億美元商品加徵25%的關稅。關稅的徵收將分兩部分，第一部分涉及到價值340億美元約818類中國進口商品，將於2018年7月6日起實施徵收措施；第二部分則涉及到價值約160億美元284類中國進口商品，將在徵求公眾意見後再另行宣布。白宮同時表示，如果中國採取報復性措施，將繼續追加關稅。

中銀國際研究有限公司資深宏觀分析師 葉丙南 宏觀分析師 張婉

基於筆者推算，美國公布的首批關稅名單中，目標產品主要集中在核反應堆、鍋爐、機械器具及零件、電機、電氣、音像設備及其零附件，光學、照相、醫療等設備及零附件，分別佔首批徵收關稅的商品金額的49%、30%和14%。第二批關稅名單指向的目標產品也主要集中在上述產品及塑料製品。從兩批關稅名單來看，美國將對幾乎所有從中國進口的鐵道車輛、軌道裝置、信號設備與航空器、航天器及其零件徵收25%的關稅，上述兩類產品在美國進口份額分別佔34%和1.7%；此外，美國對42%自中國進口的光學、照相、醫療等設備及零附件徵收了關稅，該類產品在美國進口份額佔到14%左右。

美方短期難以削減貿易赤字

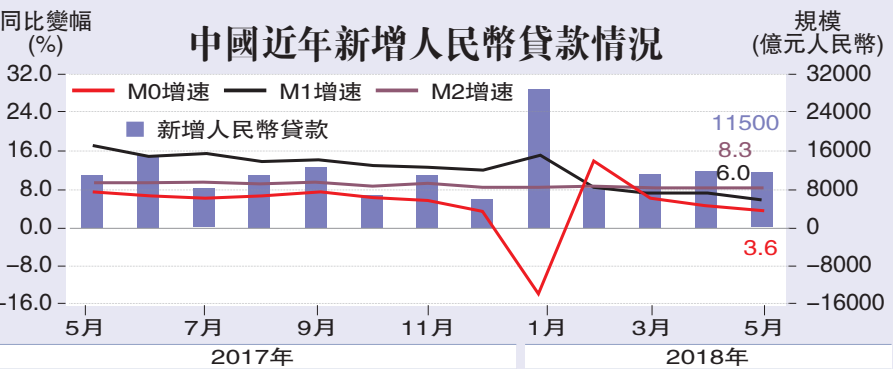
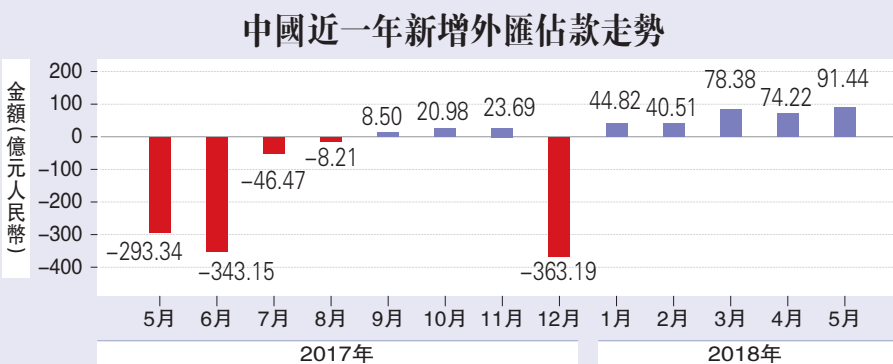
中國在美國公布關稅清單後立即宣布「同等規模、同等力度的徵稅措施，雙方此前磋商達成的所有經貿成果將同時失效」。中國公布了約500億美元的美國進口商品關稅清單，關稅稅率同樣為25%。在中國公布關稅清單後，美國隨即表示將指定2000億美元的中國進口商品徵稅清單，並加徵10%關稅稅率，並表示如果中國繼續反擊，美國將對額外2000億美元中國商品追加額外關稅。對此，中國表示「如果美方失去理性、出台清單，中方將不得不採取數量型和質量型相結合的綜合措施，做出強有力反制」。

客觀來講，美國對華的商品貿易赤字，一方面由於美國製造業大量外移、內地供應體系不能滿足需求，另一方面由於中國處在全球製造業供應鏈的最末端（加工組裝中心），中國對美貿易順差本質上是亞洲製造業供應鏈對美國的順差。因而，如果要解決中美貿易不平衡，需要改變雙方的經濟結構和全球製造業供應鏈的分工格局，但這在短期內是難以做到的。美國的製造業不能滿足國內需求，更無法滿足中國商品進口需求。這意味着，美國執意在兩年內大幅削減貿易赤字的目標是無法實現的。

關於貿易公平對等問題，涉及中國產業政策、國有經濟體制，可能需要雙方更加深入溝通協調，也不是短期內談判可以解決的。同時，中美經貿問題也附加或綁定了其他問題，無形中增加了協商談判的複雜性。

展望未來，中美經貿摩擦的風險存在上升的可能性，局部衝突或不可避免，在達成最終協議前，雙方可能經歷一個衝突與談判反覆交替的階段。

在中美貿易衝突風險的威脅下，全球金融市場再度大幅波動，市場避險情緒上



升，投資者擔憂中美經濟和全球復甦前景，股票、商品和新興市場貨幣等風險資產價格大跌，黃金、美元、日圓等安全類資產價格上揚，市場波動性上升。

華增長放緩 美通脹升溫

由於貿易關係中，美國偏向需求方而中國偏向供給方，互徵關稅對中國經濟增長的影響大於對美國經濟增速的影響，對美國通脹的影響大於對中國通脹的影響。

中國是僅次於歐盟的第二大貿易夥伴，2017年與中國進出口貿易佔美國進出口總額的16.4%，略低於歐盟的18.5%，美國對中國的商品出口大約佔美國商品出口的8.5%。據筆者的測算，2017年美國商品出口對GDP增長的貢獻率在15%左右，若美國對中國商品出口增速下降10個百分點，將直接影響美國GDP增速約0.07個百分點；考慮到對出口行業投資和從業人員消費的次生效應後，對美國GDP增速的總體影響可能在0.1個百分點左右。

從中國的角度來看，2017年與美國進出口總額佔中國進出口總額的14.2%，略低於歐盟的15%，美國是中國的第一大出口夥伴，2017年對美國出口佔中國出口的比重在19%。2017年中國商品出口對GDP增長的貢獻率大約在20%左右，若對美國貨物出口下降10%，那麼考慮到對製造業投資和出口從業人員消費的次生效應後，將影響中國GDP增速0.3至0.6個百分點左右。

就通脹壓力而言，美國方面表示本次

徵收關稅商品主要針對有助於或受益於「中國製造2025」計劃的工業產品，而不是美國居民經常使用的消費品。這可能有助於緩解美國家庭面臨的通脹壓力，但不能完全解決所有問題。當前美國勞動力市場日趨過熱化，推動通脹壓力不斷上升，貿易關稅將在短期內推升通脹壓力，使美聯儲無法對貿易戰影響經濟增長做出反應，美國將延續加息周期，可能最終結束經濟復甦周期。

對中國來說，由於對美徵稅商品主要集中在農產品，短期內農產品價格相對疲弱，加上美國對華商品徵稅可能略微增加國內製造業產品供給壓力，貿易戰對中國通脹的影響較小。此外，還要考慮到貿易戰風險由於抑制中長期內全球增長前景，對大宗商品價格產生一定抑制，有助於抵銷關稅對通脹的推升作用。

考慮到外部風險因素上升，決策層可能在堅持穩健貨幣政策和結構性去槓桿方向的前提下，微調貨幣金融政策，擴大流動性供給和銀行貸款額度，加大對中小企業和居民消費的融資支持，調整去槓桿政策節奏和力度，保持廣義貨幣適度增長，同時出台新的減稅政策，降低小微企業和家庭部門負擔。但考慮到核心城市房價仍面臨一定調控壓力，國有企業槓桿率仍然較高，全球貨幣政策處在收縮周期中，中國貨幣信貸政策，尤其是針對房地產和融資平台的融資條件很難大幅寬鬆，固定資產投資增速或延續下行，經濟增長或有所放緩。

市場出清 投資機會顯現

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

當前，投資者對市場最擔心的主要是兩個方面的內容。其一，金融去槓桿、企業信用債爆雷，是否會對市場構成持續的衝擊，導致指數不斷下挫；其二，五月份部分宏觀經濟數據不及預期，是否會對市場構成進一步的衝擊？針對這兩方面的擔憂，筆者認為當前不論是金融去槓桿還是宏觀經濟下行壓力，對於市場的衝擊都是結構性的。市場在不斷出清的過程中，越來越好的投資機會也正在逐步顯現。看到這種機會的資金正在不斷流入市場，投資者不應該在該貪婪的時候恐慌。

金融去槓桿對市場的影響更多是結構性和個股性的，而且有助於市場的優勝劣汰。在一部分個股出現閃崩的同時，另一部分優質個股或者顯示出越來越明顯的投資價值，或者是股價仍在不斷創出新高。具體到當前的A股，雖然股東槓桿率高、質押比例重的個股仍有閃崩危險，但指數整體下行的空間已經不大。從行業上看，銀行、周期等行業已經顯示出良好的配置價值，其估值來到了歷史估值的最底部。

當前，銀行股的PB已經接近0.8倍，是歷史上的最低估值水平。從歷史上來看，每次銀行股估值接近歷史底部時，滬綜指就夠獲得強力支撐，形成底部區間。2014年7月牛市前夕、2016年1月熔断之後、2017年5月的指數回調以及當前，都是指數的階段性底部。除了銀行之外，周期性行業估值也進入到了底部區間，值得布局。由於供給側改革以及環保標準提高的作用，傳統週期股盈利獲得保障。從估值水平來看，鋼鐵股估值（市淨率）不到1.4倍，煤炭股估值不到1.3倍，都處於2016年供給側改革以來的階段性低點，向下的空間很小。2016年以來，基本上每次周期股估值達到階段性低點時，都會形成一輪30%以上的上漲。

最近公布的宏觀經濟數據也反映了結構性特點：需求端走向疲軟，但供給端出現結構性亮點。從供給端來看，五月份製造業固定資產累計投資增速為5.2%，而四月份累計增速為4.8%，三月份累計增速為3.8%，顯示製造業投資正在加速。

全球紛亂 投資須穩中求勝

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

加拿大舉行的七國峰會(G7)不歡而散，歐洲隱憂重重，美國保護主義持綏。雖然中國也曾被美國針對，但問題未至太差。

投資者會發現紛亂的世界中，內地及香港稱得上是穩健的投資地方，預料未來經濟、樓市及股市會因此受惠。

美國總統特朗普表明不會簽署G7聯合聲明，並與成員之一的加拿大總理杜魯多隔空罵戰。與會六個領袖發表聯合聲明，同意繼續打擊保護主義及降低關稅。

國際貨幣基金組織（IMF）總裁拉加德警告，全球經濟陰霾日益加深，尤其是七國峰會以來，情況更趨明顯。她更指，企業信心轉差，是受到主要經濟體一些破壞貿易政策的拖累。

歐盟的意大利、西班牙及英國局勢都甚不明朗，都對歐盟經濟不利。

儘管美國對付中國繼續出招，但中國政府似乎懂得應對之法，應不致鬧得關係太僵。反而美國在特朗普挑起諸多事件之後，令經商以至金融市場的投資者提高警覺，美

這其中，傳統行業投資增速與新興行業投資增速出現明顯分化：如有色金屬行業五月份投資增速為-6.8%，較4月份進一步下滑，而專用設備製造業投資增速為10.3%，較四月份有大幅度提升。與供給側相關的煤炭開採和洗選業以及黑色金屬冶煉及壓延加工業繼續保持低增速，前者四月份累計增速為-5.4%，而後者增速為4.3%，繼續保持低增長。

布局低估值周期股

在需求端，五月份社會消費品零售總額同比增長8.5%，預期9.6%，前值為9.4%。消費增速出現明顯下滑。消費增速降低可能與近幾年房地產去庫存，房價快速上漲，居民快速加槓桿有關。2013年以來，居民個人貸款餘額增速持續高於居民人均收入增速，截至2018年一季度，僅僅在銀行口徑下的個人購房貸款餘額已經接近23萬億元（人民幣，下同），較2012年初上漲了兩倍，而同期居民收入只提升了不到一倍。當前居民僅僅是銀行正規渠道的住房貸款還款金額已經達到每年1.3萬億元。住房開支的快速上漲逐漸對居民消費形成了擠出：2017年以來，城鎮居民人均消費性支出增速持續下滑，與人均可支配收入增速形成明顯背離。這顯示居民非消費性支出在快速增加。

實際上，在市場恐慌之時，外資正在大膽流入A股優質標的。目前，通過滬港通和深港通淨流入A股的資金已經超過5000億元規模。2018年上半年淨流入規模約佔全部淨流入資金的三分之一，接近1600億元。隨著A股指數的不斷下行，其投資價值愈發凸顯，外部資金淨買入也呈現不斷加速的趨勢：2018年4月份以來，滬股通每月資金淨流入分別為274億元、267億元和175億元，如果按照這一趨勢，六月份滬股通淨流入資金預計能達到350億元，為滬股通單月淨流入最大資金量；深股通也是類似，四、五、六月份分別淨流入資金112億元、240億元和150億元，六月份單月資金淨流入也有望達到300億元。從具體的個股上看，六月份外資開始逐步布局低估值的泛周期性行業龍頭個股，房地產、非銀金融、建築、鋼鐵等行業成為滬股通、深股通資金重點流入的行業。

從投資策略來看，當前市場有兩大方向值得布局：其一，是低估值的泛周期性行業，包括銀行、鋼鐵、房地產、煤炭等行業，具有安全邊際；其二，是重點關注被外資大規模買入的各個行業龍頭標的。

國並非理想的投資環境，隨時會出事。

美國總統特朗普與朝鮮領導人金正恩舉行峰會，金正恩承諾朝鮮半島全面無核化。亞洲區解除核戰威脅，區內會有更佳發展前景。穩定的內地及香港值得看高一線，甚至在全球混亂中得到漁人之利。

香港市場優勢明顯

作為經商及投資者很需要一個政治及經濟穩定的投資環境，才可作長遠投資，現在亞洲無戰事，而美國及歐洲太多不明朗因素，資金流入內地及香港毫不出奇。因為中國市場廣大，政治及經濟局面比較美國及歐洲變數比較少，相對容易得到投資者的青睞。香港更是進入中國內地的跳板，資金自由進出，要投資中國，首選當然是香港。

筆者深信要爭取長線投資回報的商人及投資者，很大機會在香港建立基地進軍中國內地。所以，無論是商廈、住宅物業等都有一定需求。再者，香港股市恒生指數平均市盈率只是12倍多，比起許多主要股市低得多，吸引力不俗。

無疑在保護主義衝擊之下，不利全球經濟，但經商和投資是必須的，在略差的環境之下，庸中取佼是可行之策，而且中國內地及香港市場大有發展空間，經已勝過許多地區了。